



GOUVERNANCE FAMILIALE ET REPARTITION DE LA VALEUR : ETUDE DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION AUX ACTIONNAIRES DES ENTREPRISES FAMILIALES COTEES

Patrice Charlier, Céline Du Boys

► To cite this version:

Patrice Charlier, Céline Du Boys. GOUVERNANCE FAMILIALE ET REPARTITION DE LA VALEUR : ETUDE DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION AUX ACTIONNAIRES DES ENTREPRISES FAMILIALES COTEES. La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, May 2009, France. pp.CD ROM. halshs-00455729

HAL Id: halshs-00455729

<https://shs.hal.science/halshs-00455729>

Submitted on 11 Feb 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

GOVERNANCE FAMILIALE ET REPARTITION DE LA VALEUR : ETUDE DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION AUX ACTIONNAIRES DES ENTREPRISES FAMILIALES COTEES

Patrice CHARLIER, Maître de Conférences - Chercheur au CESAG¹ (EA 1347) - Ecole de Management
Strasbourg - Université de Strasbourg - 61, avenue de la Forêt-Noire 67085 Strasbourg Cedex

patrice.charlier@em-strasbourg.eu

Céline DU BOYS, Chercheur associée – CERGAM²

Université Paul Cézanne - Clos Guiot - Puyricard 13089 Aix-en-Provence Cedex 2

celine.dubois@iae-aix.com

Résumé

Cet article analyse le montant et la forme des politiques de distribution des entreprises familiales cotées. Les évolutions récentes de la notion d'entreprise familiale amènent à s'interroger sur les effets de deux types de conflits d'agence, entre actionnaires et dirigeant (type I), et entre actionnaires majoritaires et minoritaires (type II). Nos résultats montrent que les montants distribués sont liés à ces deux composantes du conflit d'agence, qui est globalement moins fort dans les entreprises familiales. Il apparaît ainsi une répartition différente des revenus dans les structures familiales, les distributions aux actionnaires y étant plus faibles. Cet article suggère également que les politiques de distribution sont utilisées pour modifier la répartition des pouvoirs : les entreprises où la famille dirigeante est minoritaire privilégient l'utilisation du rachat, outil de concentration du contrôle.

Mots clés: dividende, rachat d'actions, gouvernance familiale, conflits d'agence type I et II, répartition de la valeur

Abstract

This paper studies payout policies of listed family firms. It analyzes the amount of payout but also the choice between dividends or shares repurchase. The recent evolutions of family firms modelization bring to study two types of agency conflicts, the one between shareholders and manager (type I), and the one between majority and minority shareholders (type II). Our results show that payout policies are related to the intensity of the two types of agency conflicts which are overall less strong than in non family firms. It appears a different repartition of value in family firms, as payout is smaller. In addition, the paper suggests payout policies are used to modify the repartition of power. Family minority shareholder favours share repurchases that enables a concentration of control.

Keywords: *dividend, shares repurchases, family governance, agency conflicts, repartition of value*

¹. Centre d'Etude de Sciences Appliquées à la Gestion.

². Centre d'Etudes et de Recherche en Gestion d'Aix Marseille.

Les recherches sur la distribution des entreprises familiales montrent généralement que celles-ci distribuent moins que les non familiales. Ces études, de manière classique, opposent un type d'entreprise familiale aux autres structures actionnariales. Or, depuis les articles novateurs de Burkart et al (2003) et de Sharma (2004) les études sur la performance des entreprises comparent plusieurs formes d'entreprises familiales en fonction des combinaisons possibles entre contrôle et direction, suivant qu'ils soient familiaux ou non. Cette nouvelle conception de l'entreprise familiale amène à étudier deux composantes du conflit d'agence, le conflit actionnaire-dirigeant (type I) et le conflit actionnaires majoritaires-minoritaires (type II). De plus, les études qui comparent la politique de distribution des entreprises françaises ont été contraintes à la seule distribution de dividendes, jusqu'à l'assouplissement de la réglementation française en 1998 qui a autorisé les programmes de rachat d'actions.

Dans ce contexte, l'apport de cette étude est double. Elle constitue la première étude française sur la politique de distribution qui comparent quatre grands types d'entreprises familiales réparties en fonction des deux composantes du conflit d'agence entre-elles d'une part, et avec les entreprises non familiales, d'autre part. C'est aussi la première étude française sur les politiques de distribution des entreprises familiales qui distingue la part consacrée aux dividendes de celle consacrée au rachat. En effet, les études consacrées au rachat d'actions des sociétés françaises centrent leurs analyses sur les motivations qui suscitent ce rachat. Ainsi, elles montrent que plus de 75 % des rachats sont motivés par un souci de régulation des cours (Poincelot et Schatt (1999), Ginglinger et Hamon (2008)).

En outre, même si les sociétés américaines recourent beaucoup plus au rachat que celles d'Europe continentale, notamment du fait d'une réglementation beaucoup plus souple, Lee et Suh (2008) montrent que les motivations au rachat sont largement similaires des deux côtés de l'Atlantique. Cependant, après avoir constaté que la politique de rachats d'actions menée par PSA depuis 1999 a permis à la famille Peugeot d'accroître sa part dans les droits de vote de 38 % à 45 % en 2007, il convient de s'interroger sur une éventuelle spécificité des motivations au rachat dans les entreprises familiales. Il est intéressant d'étudier si leur choix dans le mode de distribution diffère de celui des entreprises non familiales.

Notre étude est structurée de la manière suivante. La première partie est consacrée à une revue de la littérature sur la distribution de dividendes et de rachats d'actions, la théorie des entreprises familiales, et nos hypothèses de recherche. La méthodologie et les résultats sont présentés dans une deuxième partie. Enfin, la troisième partie est consacrée à une discussion sur la relation entre structure de propriété et gouvernance d'une part, et sur les spécificités de l'actionnariat familial et de la gouvernance familiale d'autre part.

1. LITTERATURE

Les études sur les politiques de distribution portent sur deux axes principaux : les montants et l'instrument de la distribution. L'axe sur les montants distribués est le plus important avec le débat autour de la théorie du free cash flow (FCF). L'aspect instrument de distribution a longtemps été contraint par des réglementations restrictives en matière de rachat d'actions jusqu'à la fin des années 90. C'est ce qui explique que très peu d'études sur des entreprises

françaises aient porté sur le mode de distribution, et à notre connaissance aucune concernant les entreprises familiales. Nous développerons d'abord les arguments et les hypothèses sur les montants distribués, puis ceux concernant l'instrument de la distribution.

1.1. Compréhension des montants distribués par les entreprises familiales

Les entreprises familiales qui sont le plus souvent dirigées par une famille contrôlant les droits de vote, présentent un conflit d'agence actionnaires majoritaires-minoritaires fort. Cependant, quand les familles recrutent un dirigeant extérieur supposé plus performant (Morck et al. (1988), Burkart et al (2003)), un deuxième type de conflit apparaît, entre actionnaires et dirigeant. Il est donc particulièrement intéressant d'étudier les politiques de distribution dans les entreprises familiales qui rencontrent ces deux grandes composantes du conflit d'agence. Dans ce cadre, nous analyserons également l'influence sur les politiques de distribution du pouvoir des actionnaires importants, et de leur éventuelle surveillance par d'autres actionnaires influents.

1.1.1. Le cadre théorique de l'agence : rôle de gouvernance des politiques de distribution

La théorie de l'agence fait l'hypothèse que les politiques de distributions constituent un mécanisme de gouvernance. Plusieurs auteurs ont modélisé le rôle des distributions (et plus particulièrement du dividende) dans la résolution des conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires. Easterbrook (1984) et Rozeff (1982) montrent que les distributions de liquidités diminuent l'autofinancement de l'entreprise et oblige ainsi les managers à se confronter régulièrement à la surveillance des créanciers et marchés pour financer de nouveaux investissements. De même, Jensen (1986) démontre que la distribution de liquidités permet de diminuer les flux à la discrétion du manager et donc le risque d'expropriation des actionnaires.

Les politiques de distribution peuvent aussi jouer un rôle dans la résolution des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires. En effet, la distribution limite l'autofinancement de l'entreprise et favorise la surveillance de l'actionnaire majoritaire par les marchés. De plus, la distribution diminue le FCF à disposition de la coalition de contrôle et limite ainsi les risques d'expropriation des minoritaires. Le dividende est pour Faccio, Lang et Young (2001) un moyen de diminuer le risque d'expropriation par l'actionnaire de contrôle. Cependant, ils notent que des mécanismes doivent inciter l'actionnaire de contrôle à distribuer. Sans aucune contrainte, il n'a pas de motivation à distribuer (La Porta et al., 2000). Comme le remarquent Shleifer et Vishny (1997), lorsqu'un actionnaire a le contrôle de la firme, il préfère générer des bénéfices privés qui ne sont pas partagés avec les minoritaires.

Si les politiques de distribution permettent de limiter les conflits d'agence, elles doivent donc être influencées par la structure d'actionnariat, qui est un élément déterminant des conflits d'agence. C'est ce que nous étudions dans le paragraphe suivant.

1.1.2. Influence de la structure de l'actionnariat et du type de direction sur les politiques de distribution

Influence des actionnaires importants sur les politiques de distribution

Selon Shleifer et Vishny (1986), plus un actionnaire est important et plus il est motivé à surveiller les managers. Ainsi, un actionnaire majoritaire contrôle directement les comportements divergents du dirigeant. La composante de type I du risque d'agence est alors moins forte. Cependant, l'actionnaire de contrôle a la possibilité d'extraire pour son propre compte des bénéfices privés, renforçant le conflit de type II.

La littérature fait souvent l'hypothèse que la surveillance exercée par des blocs d'actionnaires se substitue à la distribution de liquidités en tant que mécanisme de gouvernance. Plusieurs études montrent ainsi l'influence négative sur le taux de distribution en dividende du niveau de contrôle du premier actionnaire (Hu et Kumar (2004), Maury et Pajuste (2002)) ou de la concentration de l'actionnariat (Rozeff (1982), Lloyd et al. (1985), Dempsey et Laber (1992), Moh'd et al. (1995)). Les études sur la distribution des entreprises familiales françaises vont dans le même sens : Hirigoyen (1984, 2006) montre qu'elle est très faible dans les PME familiales non cotées et Calvi-Reveyron (2000) montre que les entreprises familiales cotées distribuent moins que les non familiales. Pour Gugler (2003), les entreprises familiales autrichiennes ont une politique de dividende significativement différente des non familiales.

Si ces résultats vont dans le sens d'une substitution entre distribution et surveillance par les gros actionnaires, ils peuvent être aussi la preuve d'une expropriation des minoritaires par un actionnaire de contrôle. En effet, selon Maury et Pajuste (2002), en Finlande, la présence d'un actionnaire ayant plus de la moitié du contrôle de la firme a un effet négatif sur le taux de distribution. Ils montrent également qu'un actionnaire de contrôle familial qui n'est pas dirigeant a un effet favorable sur la distribution, alors que si c'est un dirigeant, cela affecte négativement la distribution. De même, Gugler et Yurtoglu (2003) montrent que plus on s'éloigne du principe « une action = un droit de vote » plus le taux de distribution est faible. Cela souligne que plus la capacité d'expropriation par l'actionnaire majoritaire est forte, plus il a tendance à minorer les distributions.

L'ensemble de cette littérature nous amène à conclure qu'en cas de conflit le dividende ou le rachat d'actions sont utilisés pour contrôler le manager ou le majoritaire si les minoritaires ont les moyens de provoquer cette distribution. En effet, si le conflit est fort, mais qu'aucun mécanisme ne contrôle le manager ou le majoritaire, il est alors probable que ces derniers minimisent les distributions afin d'augmenter le FCF et faciliter l'extraction de bénéfices privés.

Influence spécifique des actionnaires familiaux sur les politiques de distribution

Etudions à présent plus en détail le cas des entreprises familiales qui présente deux composantes du conflit d'agence (Gilson et Gordon (2003), Villalonga et Amit (2006)) : le conflit classique actionnaire-dirigeant décrit par Berle et Means (1932) ou Jensen et Meckling (1976) (type I), et le conflit entre actionnaires majoritaires-minoritaires (type II). Ces deux composantes sont étudiées dans ce cadre depuis les nouvelles conceptions de l'entreprise familiale qui envisagent la possibilité de séparer les fonctions de contrôle et de

direction (Neubauer et Lank (1998), Burkart et al. (2003), Anderson et Reeb (2003), Sharma (2004), Charlier et Lambert (2009)).

Si l'actionnariat est familial, le contrôle des dirigeants est renforcé (Demsetz et Lehn (1985), Gilson et Gordon (2003)) en raison de la meilleure connaissance de l'entreprise par la famille (Anderson et Reeb, 2003), et de son horizon d'investissement à long terme. Aux Etats-Unis, Ali, Chen et Radhakrishnan (2007) montrent que le conflit d'agence est globalement moins sévère dans les entreprises familiales. En le décomposant, ils montrent cependant que le conflit de type I (actionnaire-dirigeant) est moins sévère, alors que le conflit de type II (actionnaires majoritaires-minoritaires) est plus sévère que dans les entreprises non familiales.

Afin de différencier les entreprises familiales selon les deux composantes du conflit d'agence, nous distinguons 4 catégories d'entreprises familiales, que l'on oppose à une cinquième catégorie, les entreprises non familiales.

Tableau 1 – Catégories d'entreprises familiales en fonction des deux types de conflit d'agence

Conflit type I Conflit type II	Dirigeant familial		Dirigeant extérieur	
Contrôle familial majoritaire	A	Conflit I faible Conflit II fort	B	Conflit I faible Conflit II fort
Contrôle familial minoritaire	C	Conflit I faible Conflit II faible	D	Conflit I fort Conflit II faible
Pas actionnariat familial	E			

Conflit d'agence I : Actionnaires / dirigeant

Conflit d'agence II : Actionnaires majoritaires / minoritaires

Dans ce cadre, nous considérons qu'une famille majoritaire contrôle efficacement le dirigeant (conflit de type I faible) mais génère un conflit d'agence fort avec les actionnaires minoritaires (type II). Lorsque la famille agit comme un actionnaire minoritaire de l'entreprise familiale, on peut se référer au modèle de Neubauer et Lank (1998) qui considère que l'entreprise conserve alors son caractère familial et au modèle de Sharma (2004). Dans ce cas, le conflit avec un dirigeant est fort (type I) uniquement si celui-ci est extérieur à la famille, alors que le conflit actionnaires majoritaires-minoritaires (type II) est faible.

Ainsi, cette revue de littérature souligne que l'ampleur des distributions dépend de la sévérité des conflits d'agence et du pouvoir exercé par le premier actionnaire. Ce pouvoir dépend de son identité, de sa capacité à extraire des bénéfices privés ou de la possibilité qu'ont les autres actionnaires de le surveiller. Dans le cadre des entreprises familiales où les conflits d'agence sont globalement moins sévères (Ali, Chen et Radhakrishnan (2007)), on peut penser que les distributions seront moins importantes. C'est notre première hypothèse :

Hypothèse 1 : les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales du fait d'un coût d'agence global inférieur.

Cependant, le type de conflits (I ou II) présents dans ces entreprises peut nuancer cette conclusion et influencer l'ampleur des distributions. D'où les deux hypothèses suivantes :

Hypothèse 2 : les entreprises familiales n'ayant pas de problème d'agence fort (catégorie C), distribuent moins que celles qui ont un problème d'agence fort (catégories A, B et D).

Hypothèse 3 : les entreprises familiales qui ont un problème d'agence de type II fort (catégories A et B) distribuent plus que celles qui ont un problème d'agence de type I fort (catégorie D).

Pour mieux comprendre l'influence du pouvoir des actionnaires familiaux, il est nécessaire d'étudier le rôle joué par les autres actionnaires importants et la surveillance qu'ils peuvent exercer.

Pouvoir de l'actionnaire principal, surveillance par les autres actionnaires et politique de distribution

Nous nous intéressons à présent à l'influence sur les politiques de distribution des actionnaires de blocs qui ne sont ni internes à la firme, ni les premiers actionnaires. La présence de ces gros actionnaires permet de contrôler ou de surveiller les dirigeants ou l'actionnaire de contrôle. Leur influence sur la distribution est cependant ambiguë :

- Si le contrôle exercé par ces blocs est suffisant pour limiter l'extraction de bénéfices privés, il n'est alors pas nécessaire de distribuer et l'on peut faire l'hypothèse d'une substitution entre ces mécanismes de gouvernance.

- En revanche, si ces gros actionnaires ne peuvent surveiller efficacement les dirigeants, ils vont les pousser à distribuer pour limiter les risques de FCF. La distribution est alors favorisée par leur présence et l'on peut faire l'hypothèse d'une complémentarité entre les mécanismes. Nous retenons cette hypothèse qui est soutenue par la littérature empirique (Faccio et al. (2001) en Europe). Gugler et Yurtoglu (2003) montrent également l'impact positif d'un 2^{ème} actionnaire non familial « ... *dividend payouts decrease with an increase in the control stake of the largest shareholder, whereas the size of the second largest shareholder is positively related to dividend payouts* ».

- Enfin, les blocs d'actionnaire peuvent aussi s'associer à l'actionnaire majoritaire et profiter des bénéfices privés qu'il extrait. Ils ont alors une influence négative sur la distribution (Faccio et al. (2001) en Asie du Sud Est, Maury et Pajuste (2002) en Finlande), sans qu'on puisse parler de substitution entre mécanismes de gouvernance.

Ainsi, l'influence sur la politique de distribution de l'actionnariat de blocs varie. L'identité de ces actionnaires peut aider à comprendre la nature des relations avec les distributions. Cependant, les études sont rares. Dans le cas d'une entreprise familiale, la présence d'un bloc de contrôle non familial devrait permettre de surveiller l'actionnaire majoritaire et avoir une influence positive sur la distribution, suivant l'hypothèse de complémentarité. En effet, on peut faire l'hypothèse qu'il est peu probable qu'une famille s'associe avec un actionnaire non familial pour partager ses bénéfices privés.

Il est aussi intéressant de rappeler que s'éloigner du principe « une action = un droit de vote » augmente le risque d'expropriation des minoritaires par les actionnaires de contrôle (Correia Da Silva et al. (2004)). Plus le nombre d'actions de l'actionnaire principal est faible par rapport à ses droits de vote, plus le risque d'expropriation des minoritaires est fort et plus il devient nécessaire de procéder à des distributions de liquidités.

Ainsi, on peut proposer l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 : la force du pouvoir de l'actionnaire familial a une influence négative sur la distribution.

Après avoir étudié les politiques de distribution des entreprises familiales, nous allons voir quel est le mode de distribution qu'elles privilégient entre dividendes et rachats d'actions.

1.2. Compréhension du choix de l'instrument de distribution dans les entreprises familiales

Le choix du mode de distribution, dividende ou rachat est parfois contraint par la réglementation. C'est encore le cas en France, où malgré les assouplissements introduits en 1998, la législation limite la taille des programmes de rachat à 10 %, alors qu'il n'y a pas de limite aux Etats-Unis, en Angleterre ou au Japon.

Au-delà de ces contraintes, le choix entre dividende et rachat peut être lié à la différence de flexibilité des deux outils, à leur fiscalité, à leur effet sur les stock-options, à leur particularité dans la satisfaction du besoin de liquidités des actionnaires, et à la possibilité qu'offre le rachat de renforcer le contrôle de certains actionnaires...

Dans le cadre d'une entreprise familiale, deux aspects semblent particulièrement pertinents pour expliquer le choix de l'instrument de distribution : la possibilité qu'offre le rachat de renforcer le contrôle de certains actionnaires et les particularités de chaque outil dans la satisfaction du besoin de liquidités des actionnaires. En effet, le rachat joue sur la structure d'actionnariat au contraire d'une distribution de dividende. Ainsi, si la famille a besoin de liquidités et souhaite préserver son niveau de contrôle, elle préférera les dividendes à une opération de rachat où elle devrait vendre des actions et diminuer ses droits de vote. Selon Hirigoyen (2006) les moyennes entreprises familiales ont été contraintes d'augmenter leur distribution de liquidités après l'introduction de l'impôt sur la fortune jusqu'aux allègements introduits par la loi Dutreil en 2003.

Au contraire, si la famille souhaite renforcer son contrôle, elle pourra privilégier des opérations de rachat. En effet, si elle n'y participe pas, l'opération augmentera sa participation comme le pratique la famille Peugeot depuis 1999. Les rachats d'actions par PSA ont permis à la famille de monter de 38 % à 45 % des droits de vote en 2007. En effet, le rachat peut être utilisé pour modifier la structure de l'actionnariat et renforcer des positions existantes, les actions rachetées par l'entreprise étant annulées ou privées du droit de vote. Les actionnaires ne participant pas au rachat voient leur participation augmenter sans

apporter de fonds, car ils possèdent le même nombre d’actions qui représente une part plus importante du capital.

D’où notre cinquième hypothèse :

Hypothèse 5 : les entreprises où la famille est actionnaire minoritaire préfèrent le rachat d’actions au dividende pour accroître leur contrôle.

Le rachat peut alors permettre à l’actionnaire principal de renforcer son enracinement. Dans le cas de l’entreprise familiale, ce peut être pour détourner des bénéfices privés pour son enrichissement personnel. Le rachat détériore alors le conflit d’agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires (Ginglinger et L’Her (2001), Frankfurter et Wood (2003)). Mais cela peut aussi favoriser un enracinement légitime (Paquerot (1997), Pichard Stamford (2002)) qui permet au dirigeant familial de ne pas être contraint par des actionnaires privilégiant le rendement à court terme (Charlier et Lambert, 2008a).

Selon Ginglinger et L’Her (2001), les investisseurs accueillent moins favorablement le rachat en Europe qu’aux Etats-Unis. L’Europe continentale présentant des structures d’actionnariat plus concentrées que les Etats-Unis, cela conforte l’idée d’une utilisation du rachat pour modifier la structure de l’actionnariat.

2. METHODOLOGIE ET RESULTATS

Pour mesurer l’effet des deux types de conflit d’agence sur les politiques de distribution des entreprises familiales, nous avons collecté une base de données sur des entreprises françaises cotées. Nous la présentons dans un premier temps et justifions le choix des mesures utilisées. Puis, nous décrivons notre méthode d’analyse de données. Enfin, nous présentons nos résultats.

2.1. La méthodologie

2.1.1. Récolte des données et mesure des variables

Pour tester nos hypothèses de recherche, nous avons sélectionné les entreprises appartenant au SBF 250 à la date du 6 avril 2006. De 2000 à 2005, nous avons ainsi récolté des données complètes sur 167 entreprises, soit 950 observations. Toutefois, concernant l’instrument de distribution, seules les entreprises distribuant des liquidités ont été retenues, soit 791 observations portant sur 146 entreprises.

Pour l’ensemble de ces entreprises, nous avons collecté des données comptables, ainsi que des données concernant la distribution, l’actionnariat et la gouvernance sur 6 ans, soit de 2000 à 2005. Les données comptables ou celles concernant les dividendes sont extraites de la base de données Datastream – Worldscope. Les données concernant l’actionnariat et la gouvernance ont été récoltées à partir des rapports annuels des entreprises. Les données

concernant le rachat d'actions sont issues des « notes d'informations relatives aux programmes de rachat d'actions », ainsi que des « déclarations faites par les entreprises des achats et cessions de leurs propres actions ». Ces documents sont publiés sur le site internet de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Afin d'isoler les rachats d'actions résultant d'une décision de distribution, nous avons éliminé tous les rachats effectués dans le but de fournir des plans de stock-options, de réguler le cours ou d'investir. Ainsi, nous retenons une notion de rachat net : c'est-à-dire le nombre d'actions rachetées pendant l'année minoré des actions cédées et des actions transférées. Cette mesure du rachat estime le nombre d'actions qui sont annulées ou conservées au sein de l'entreprise et qui ne correspondent ni à une couverture de plans de stock-options, ni à un investissement, ni à une régulation de cours. Dans le cas d'un rachat net négatif, nous avons considéré que les rachats de l'entreprise n'étaient pas effectués dans le but d'une distribution aux actionnaires. Le rachat net a alors été considéré comme nul. Cette mesure du rachat net présente une limite, car les actions conservées peuvent l'être dans l'attente d'une opération ne correspondant pas à une distribution.

Nous avons classifié les entreprises de notre échantillon selon leur appartenance aux catégories décrites dans le tableau ci-dessous :

Tableau 2 – Classification des entreprises pour l'étude empirique

	Dirigeant familial	Dirigeant extérieur
Contrôle familial > 33% et 1^{er} actionnaire	CAT A	CAT B
Contrôle familial entre 5 et 33% et dans les trois premiers actionnaires	CAT C	CAT D
Actionnariat familial ≤ 5%	CAT E	

Les études sur les entreprises familiales n'ont pas de critères stricts concernant la part de droits de vote nécessaire au contrôle³. Nous avons retenu le seuil d'un tiers, qui assure d'une part « la minorité de blocage » et qui est d'autre part très proche du seuil en deçà duquel l'étude de Anderson et Reeb (2003) montre que les entreprises familiales sont plus performantes que les non familiales.

Dans ce cadre, nous considérons qu'une famille qui possède un tiers des droits de vote et qui est le premier actionnaire agit comme un actionnaire majoritaire, qui contrôle efficacement le dirigeant (conflit de type I faible) mais qui génère un conflit d'agence fort avec les actionnaires minoritaires (type II).

Lorsque la famille possède entre 5 % et un tiers des droits de vote et qu'elle fait partie des trois principaux actionnaires, elle est considérée comme agissant comme un actionnaire minoritaire de l'entreprise familiale. On se réfère ici au modèle de Neubauer et Lank (1998)

³. Pour une synthèse de ces critères, voir Allouche et Amann (2000), «L'entreprise familiale : un état de l'art», Finance Contrôle Stratégie 3, n° 1, p.33-79.

qui considère que l'entreprise conserve alors son caractère familial et au modèle de Sharma (2004). Dans ce cas, le conflit avec un dirigeant est fort (type I) uniquement si celui-ci est extérieur à la famille, alors que le conflit actionnaires majoritaires-minoritaires (type II) est faible.

Enfin, si la famille a moins de 5% des droits de vote, l'entreprise n'est plus considérée comme familiale.

Enfin, afin de mesurer le pouvoir de l'actionnaire principal et donc sa capacité à exproprier les actionnaires minoritaires, nous avons retenu plusieurs mesures : pouvoir relatif par rapport aux autres actionnaires, rapport entre droits de vote et actions, présence d'un conseil d'administration indépendant et présence d'un second actionnaire non familial important.

Le tableau 3 présente les mesures des variables de notre modèle.

Tableau 3 – Mesure des variables

Variables		Mesure	Nom Variable
Variables expliquées			
Taux de rendement de la distribution		(dividendes + rachats nets) / capitalisation	TXRDT
Proportion de la distribution faite sous forme de rachat		Montants de rachat net / montants distribués	PROPRACHAT
Variables explicatives			
Type d'entreprises familiales		Cf. tableau 2	CAT A CAT B CAT C CAT D CAT E
Pouvoir de l'actionnaire principal	Pouvoir du premier actionnaire	% de droits de vote du 1 ^{er} actionnaire / (1 - % de droits de vote du flottant - % de droits de vote du 1 ^{er} actionnaire)	PVOIRCONT
		% d'actions du 1 ^{er} actionnaire / % de droits de vote du 1 ^{er} actionnaire	RAPPOC
	Présence d'un 2 nd actionnaire pour les entreprises où famille majoritaire	Variable = 1 lorsque la famille est majoritaire et qu'il y a un second actionnaire non familial qui a plus de 5% des droits de vote	PRES2ACT
	Indépendance du conseil	Nombre d'administrateurs indépendants	INDCA
Variables de contrôle			
Taille de l'entreprise		Log de la capitalisation Capitalisation	LOGCAPI CAPI
Dettes totales		Dettes totales / Actif comptable	DETTE
Opportunités d'investissement		Variable muette = 1 si le Q de Tobin $[(Capitalisation + Dettes) / Actif] < 1$	OPPINT
Cash Flows		Résultats opérationnels / Actif comptable	CF
Stock de liquidités		Liquidités / Actif comptable	CASHSTOCK

2.1.2. Méthode d'analyse des données et fiabilité des résultats

Pour tester nos hypothèses de recherche, nous utilisons des régressions linéaires robustes aux problèmes d'hétéroscédasticité ou de normalité des résidus. En effet, l'analyse des résidus montre qu'ils ne sont pas conformes aux hypothèses de la régression. Dans ce cas, les estimateurs obtenus par la méthode des moindres carrés ordinaires sont sans biais, mais ne sont plus à variance minimale. Nous avons donc estimé la variance des coefficients par une méthode robuste aux divergences observées : l'estimateur « Huber-White sandwich » qui permet d'estimer les écart-types des coefficients en présence de non normalité et d'hétéroscédasticité des résidus.

De plus, nous avons prêté attention aux problèmes de colinéarité entre variables explicatives. Grâce à l'étude des indices de conditionnement et des VIF (Variance Inflation Factor) de chaque variable, nous pouvons conclure qu'il n'y a pas de problème de colinéarité dans les régressions présentées dans cet article.

2.2. Les résultats des tests

Dans cette partie, nous présentons d'abord les résultats de l'effet des modalités de gouvernance familiale sur le niveau de distribution, puis ceux sur le choix entre dividende et rachat d'actions.

2.2.1. L'influence du mode de gouvernance familial sur le montant des distributions

Pour mesurer l'effet des deux composantes du conflit d'agence, nous avons distingué d'une part les grands types d'entreprises familiales définis dans le tableau 1, et créé des variables tenant compte d'une seule de ces deux composantes, d'autre part. Ainsi, la variable « *catégories A et C* » regroupe les entreprises à dirigeant familial ayant un conflit d'agence de type I faible. La variable « *catégories B et D* » regroupe les entreprises ayant un dirigeant extérieur : cette catégorie est hétérogène car les entreprises de la catégorie B où la famille est majoritaire contrôlent plus efficacement le dirigeant que celle de la catégorie D.

En outre, nous avons sélectionné plusieurs variables permettant de contrôler les influences autres que celle de l'actionnariat et de la structure de gouvernance. Ainsi selon la théorie de l'agence, les entreprises distribuent davantage lorsqu'elles ont beaucoup de free cash flows (FCF). Nous mesurons le risque de FCF par les variables « OPPINVT » qui mesure les opportunités d'investissement des entreprises et « CF » qui représente le cash flow opérationnel. Les variables de niveau d'endettement « Dette » et de taille de l'entreprise « LOGCAPI » sont considérées comme influençant positivement le niveau de la distribution. La littérature fait l'hypothèse d'une relation positive entre la distribution et la taille de l'entreprise (Hu et Kumar (2004)), mais des relations négatives ont souvent été observées (Allen et Michaely (2003), Farinha (2003)).

Le tableau 4 synthétise les résultats des régressions.

Tableau 4 – Influence du type d'entreprises familiales sur le taux de rendement de la distribution

CAT A : entreprise familiale majoritaire avec direction familiale - **CAT B** : entreprise familiale majoritaire avec direction non familiale - **CAT C** : entreprise familiale minoritaire avec direction familiale - **CAT D** : entreprise familiale minoritaire avec direction non familiale - **PVOIRCONT** : Pouvoir relatif du premier actionnaire - **RAPPOC** : rapport des actions sur les droits de vote du premier actionnaire - **INDCA** : nombre d'administrateurs indépendants - **PRES2ACT** : Présence d'un second actionnaire pour les entreprises familiales majoritaires - **OPPINVT** : VM=1 si opportunités d'investissement (Q de Tobin) <1 - **LOGCAPI** : Log Capitalisation - **DETTE** : niveau de dette - **Cf** : Cash Flows opérationnels

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CAT A	-0.00842*** (-4.93)	-0.00447** (-2.33)		-0.00371* (-1.90)	-0.00287 (-1.48)	-0.00525*** (-2.59)
CAT B	-0.00916*** (-3.49)	-0.0113*** (-5.02)		-0.012*** (-5.17)	-0.0110*** (-4.78)	-0.0114*** (-5.06)
CAT C	-0.0172*** (-10.6)	-0.0117*** (-6.46)		-0.012*** (-6.70)	-0.0121*** (-6.65)	-0.0121*** (-6.64)
CAT D	-0.00661** (-2.40)	-0.00353 (-1.48)		-0.00421* (-1.71)	-0.00426* (-1.82)	-0.00411* (-1.67)
CATEGORIES A ET C			-0.0071*** (-4.14)			
CATEGORIES B ET D			-0.00694*** (-3.55)			
PVOIRCONT				-0.000001*** (-4.00)	-0.000001*** (-3.97)	-0.000001*** (-3.29)
RAPPOC				-0.00696* (-1.66)	-0.00489 (-1.18)	-0.00733* (-1.73)
INDCA					0.00094*** (3.19)	
PRES2ACT						0.00519* (1.75)
OPPINVT		0.00838*** (6.16)	0.00817*** (5.92)	0.0089*** (6.59)	0.00815*** (5.99)	0.00906*** (6.73)
LOGCAPI		0.00150*** (3.45)	0.00138*** (3.15)	0.0013*** (2.85)	0.000589 (1.12)	0.00130*** (2.91)
DETTE		0.0165*** (3.33)	0.0166*** (3.30)	0.0169*** (3.36)	0.0171*** (3.45)	0.0166*** (3.34)
Cf		0.0499*** (5.03)	0.0532*** (5.47)	0.0508*** (5.09)	0.0525*** (5.12)	0.0517*** (5.22)
CONSTANTE	0.0292*** (24.4)	-0.00497 (-0.75)	-0.00320 (-0.48)	0.00419 (0.48)	0.00868 (0.96)	0.00408 (0.47)
F	28.7***	23.91***	24.43***	21.22***	19.15***	19.66***
R² AJUSTE	7.79%	16.96%	15.54%	18.36%	19.33%	18.74%

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).

F : test de Fisher de signification de la régression.

Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du t de Student, estimation robuste à la non normalité, à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation des résidus.

On remarque que le type d'entreprises a un effet sur le montant des politiques de distribution. Ainsi, conformément à notre hypothèse 1, toutes les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales (coefficient négatif des catégories A à D). De plus, parmi les entreprises familiales, on remarque des différences significatives de distribution selon que la famille soit minoritaire ou majoritaire et selon que la direction soit familiale ou non.

De plus, conformément à notre hypothèse 2, ce sont les entreprises familiales où le conflit d'agence global est le moins élevé, celles dirigées par une famille minoritaire (*catégorie C*) qui distribuent le moins.

Par contre, les résultats de nos tests donnent dans l'ensemble (régressions (1), (2) et (6)) des résultats inverses à notre hypothèse 3. On constate que l'on distribue plus dans les entreprises où la famille majoritaire dirige (*catégorie A*) que dans celle où la famille est majoritaire et la direction extérieure (*catégorie B*). Elle peut aussi être poussée en ce sens par un deuxième actionnaire non familial, comme le montrent les résultats de la régression (6). De plus, de façon globale on constate que lorsque la direction n'est pas familiale (*catégories B et D*) la distribution est supérieure aux entreprises où la direction est familiale (*catégories A et C*) (régression (3)).

Les résultats présentés dans les régressions (4) à (6) confortent notre hypothèse 4. Ils montrent que lorsque le premier actionnaire a un pouvoir fort et qu'il est peu contrôlé, les distributions ont tendance à diminuer. En effet, plus l'actionnaire principal a de pouvoir par rapport aux autres acteurs (variables PVOIRCONT et RAPPOC), plus la distribution est faible. De plus, la présence d'un second actionnaire non familial (variable PRES2ACT) a un impact positif sur la distribution dans les entreprises dirigées par une famille majoritaire. Enfin, l'indépendance du conseil d'administration a aussi un impact positif sur la distribution, comme le montre l'influence positive de la variable INDCA.

Concernant les variables de contrôle, on constate que les entreprises distribuent davantage lorsqu'elles ont beaucoup de FCF (peu d'opportunités d'investissement et beaucoup de cash Flow), conformément aux études précédentes et à la théorie de l'agence. Enfin, le niveau de dette des entreprises, ainsi que leur taille influencent positivement le niveau de la distribution.

Ces différentes variables expliquent une partie importante des décisions de distribution des entreprises françaises, puisque les R^2 des régressions expliquent jusqu'à 19% des variations du taux de rendement.

En conclusion de cette présentation des résultats de notre étude sur les politiques de distribution des entreprises familiales, nous pouvons dire que :

- Les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales.
- Les entreprises familiales où les conflits d'agence sont faibles (famille minoritaire et dirigeant familial) distribuent le moins.
- Dans les entreprises où le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires est fort (*catégories A et B*), la distribution est plus faible que dans les entreprises où le conflit est faible (*catégorie D*). On peut penser qu'il est plus dur pour les actionnaires minoritaires de

pousser une famille majoritaire à distribuer. Cela est confirmé par le fait que lorsque le premier actionnaire a beaucoup de pouvoir ou lorsqu'il est peu surveillé, il minimise les distributions.

2.2.2. Le mode de distribution privilégié des entreprises familiales: dividende ou rachat

Après avoir analysé les politiques de distribution globale des entreprises familiales, la seconde partie de notre étude s'intéresse au choix de l'instrument de distribution. Nous cherchons à analyser le choix fait par les entreprises familiales de la proportion de la distribution faite sous forme de rachat. L'étude de Du Boys (2008) montre que la quasi-totalité des entreprises françaises qui distribuent utilisent le dividende, et que le rachat d'actions est complémentaire à l'utilisation du dividende. C'est pourquoi nous avons préféré utiliser comme variable expliquée la proportion de rachat dans la distribution.

En outre, nous avons sélectionné plusieurs variables permettant de contrôler l'influence de la flexibilité du rachat sur le choix de l'instrument de distribution. En effet, le rachat est plus flexible que le dividende car il n'existe pas d'habitude managériale de lissage du rachat (Brav et al. (2005)) et les marchés ne sanctionnent pas les politiques de rachat discontinues. Au contraire, Lintner (1956) souligne la rigidité des politiques de dividendes. La différence de flexibilité entre les deux instruments pousse les managers à accorder le choix de l'outil de distribution à la structure des revenus à distribuer. Lintner (1956), le premier, montre qu'une modification du taux de distribution ne peut se justifier que par une modification stable des revenus courants de la firme. Le dividende n'est baissé que suite à une baisse durable des revenus. Guay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000) font ainsi l'hypothèse que le dividende est utilisé pour distribuer les revenus stables de l'entreprise, alors que le rachat sert à distribuer les revenus temporaires.

Nous introduisons donc les variables suivantes : les cash flows opérationnels (CF) mesurent l'importance des flux de liquidités récurrents, le stock de liquidités (CASHSTOCK) est une mesure de flux de liquidités non récurrent, enfin les opportunités d'investissement (OPPINVT) renseignent sur les besoins en liquidités de l'entreprise et donc sur sa capacité à se tenir à une politique de dividende stable.

Le tableau 5 présente les résultats des régressions explicatives de la proportion de rachat sur le montant total de la distribution.

Tableau 5 – Régressions de la proportion de rachat effectué sur le type d'entreprises familiales

CAT A : entreprise familiale majoritaire avec direction familiale - **CAT B** : entreprise familiale majoritaire avec direction non familiale - **CAT C** : entreprise familiale minoritaire avec direction familiale - **CAT D** : entreprise familiale minoritaire avec direction non familiale - **PRES2ACT** : Présence d'un second actionnaire pour les entreprises familiales majoritaires - **PVOIRCONT** : Pouvoir relatif du premier actionnaire - **RAPPOC** : rapport des actions sur les droits de vote du premier actionnaire - **CASHSTOCK** : Stock de liquidités - **CF** : Cash Flows opérationnels - **OPPINVT** : VM=1 si opportunités d'investissement (Q de Tobin) <1 - **CAPITALISATION**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CAT A	-0.0583** (-2.56)	-0.0534** (-2.42)	-0.0583** (-2.46)	-0.0400* (-1.67)	
CAT B	-0.102*** (-2.98)	-0.0598* (-1.80)	-0.0662** (-1.99)	-0.0402 (-1.12)	
CAT C	0.0681* (1.78)	0.0387 (1.10)	0.0287 (0.78)	0.0385 (1.09)	0.0636* (1.88)
CAT D	-0.0264 (-0.55)	-0.0399 (-0.86)	-0.0538 (-1.12)	-0.0400 (-0.86)	-0.0249 (-0.56)
PRES2ACT				-0.0489* (-1.78)	
CAT A * PRES2ACT					-0.0530* (-1.90)
CAT B * PRES2ACT					-0.0838** (-2.56)
PVOIRCONT			-0.00000398 (-1.13)		
RAPPOC			-0.128 (-1.63)		
CASHSTOCK	0.407*** (3.72)	0.421*** (4.26)	0.433*** (4.27)	0.417*** (4.24)	0.483*** (4.89)
CF		-1.063*** (-7.51)	-1.059*** (-7.27)	-1.073*** (-7.46)	-0.905*** (-7.28)
OPPINVT		-0.0816*** (-3.66)	-0.0815*** (-3.53)	-0.0835*** (-3.73)	
CAPITALISATION	2.63e-09*** (4.22)	2.59e-09*** (3.72)	2.29e-09*** (3.10)	2.59e-09*** (3.72)	3.14e-09*** (4.84)
CONSTANTE	0.108*** (5.82)	0.224*** (7.74)	0.342*** (4.24)	0.226*** (7.77)	0.139*** (8.15)
OBSERVATIONS	791	791	791	791	791
F	8,51***	11,90***	10,24***	10,51***	13,20***
R² AJUSTE	6,92%	13,44%	14,21%	13,66%	11,96%

F : test de Fisher de signification de la régression.

Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du t de Student, estimation robuste à la non normalité, à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation des résidus.

Les résultats montrent que les entreprises où la famille est majoritaire (*catégories A et B*) privilégient le choix du dividende et utilisent moins le rachat. En revanche, les entreprises dont la famille est actionnaire minoritaire et dirigeante (*catégorie C*) utilisent davantage le

rachat. Cela conforte notre hypothèse 5 selon laquelle une famille non majoritaire privilégiera le rachat car il renforce son contrôle. Cependant, cette relation n'est significative qu'au seuil de 10%.

On remarque aussi que la présence d'un second actionnaire lorsque la famille est l'actionnaire majoritaire influence négativement la proportion de rachat dans la distribution (régression (4) et (5)). En revanche, le pouvoir du premier actionnaire (variables PVOIRCONT et RAPPOC) n'a pas d'influence significative sur le choix entre dividende et rachat d'actions.

Le choix de l'instrument de distribution est moins bien expliqué par les types d'entreprises familiales que le montant de la distribution. Le R^2 ajusté montre que nos variables n'expliquent que jusqu'à 14% du choix de l'instrument de distribution. Ainsi, comme le montre du Boys (2008), en France, l'utilisation du rachat pour distribuer est encore peu fréquente et répond davantage à des critères spécifiques aux entreprises qu'à des variables d'actionnariat ou financières.

Enfin, l'influence des variables de contrôle est conforme à la littérature. En effet, plus les cash flows sont stables dans le temps (variable CF : flux de liquidités opérationnels), plus l'entreprise privilégiera le dividende. Au contraire, si l'entreprise distribue ses stocks de liquidités, elle privilégiera le rachat car cette distribution aura un aspect ponctuel (variable CashStock). Enfin, une entreprise qui a peu d'opportunités d'investissement préfère les dividendes car il est peu probable qu'elle doive soudainement couper la distribution. Cela confirme l'importance de la flexibilité du rachat dans le choix de l'instrument de distribution.

3. DISCUSSION DES RESULTATS

Les deux grandes composantes du conflit d'agence nous ont amené à répartir les entreprises familiales en quatre modes de gouvernance, suivant l'intensité des conflits entre actionnaires et dirigeant d'une part, entre actionnaires majoritaires et minoritaires d'autre part. Nous allons tout d'abord discuter du rôle de la structure de propriété dans la détermination de la répartition de la valeur, puis de la relation entre structure de propriété et gouvernance.

3.1. Le rôle de la structure de propriété dans la détermination des politiques de distribution

3.1.1. L'influence du mode de gouvernance familial sur le montant des distributions

Notre étude a permis de confirmer que les politiques de distribution diffèrent selon l'actionnariat des entreprises, le niveau des conflits d'agence et les mécanismes de gouvernance.

Les premiers résultats montrent que les entreprises où les conflits sont forts distribuent plus que les autres.

Dans notre étude, les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales, ce qui correspond aux résultats de Ali et al. (2007) qui montrent que les entreprises familiales ont des conflits d'agence globaux moins élevés en raison d'un meilleur contrôle exercé par l'actionnaire familial. De même, ce sont les entreprises familiales où le conflit d'agence global est le moins élevé – celles dirigées par une famille minoritaire (*catégorie C*) - qui distribuent le moins. En effet, le conflit d'agence de type II y est réduit car l'actionnaire principal n'est pas majoritaire, et le conflit d'agence de type I est également réduit, le dirigeant étant membre de la famille. Le risque d'enracinement opportuniste du dirigeant familial est alors limité (Charlier et Lambert, 2008a), d'autant plus que la direction familiale est synonyme de meilleure connaissance de l'entreprise (Anderson et Reeb, 2003) et d'une volonté de transmettre un patrimoine aux héritiers.

De façon globale, on constate également que les entreprises soumises au conflit de type I distribuent plus que celles qui n'y sont pas soumises. Lorsque la direction n'est pas familiale (*catégories B et D*), la distribution est supérieure que lorsque la direction est familiale (*catégories A et C*). Ceci est conforme à la théorie des entreprises familiales qui considère généralement qu'une direction familiale réduit le problème d'agence de type I. Certains auteurs l'expliquent par la « confiance » (Allouche et Amann, 1998), d'autres par « l'altruisme » qui caractérise les membres de la famille (Schulze et al., 2001).

Ces premiers résultats doivent être complétés pour comprendre l'influence de la structure de gouvernance sur l'usage des politiques de distribution. En effet, les entreprises où les conflits sont forts distribuent plus que les autres, mais uniquement si des mécanismes permettent de contraindre les dirigeants ou les actionnaires majoritaires à la distribution.

En effet, notre étude souligne que la distribution n'est pas utilisée identiquement pour diminuer les coûts d'agence issus d'un conflit de type I ou de type II. Les entreprises qui n'ont que le conflit d'agence de type I (familles minoritaires et dirigeant extérieur : *catégorie D*) distribuent plus que les entreprises familiales n'ayant que le conflit d'agence de type II (*catégories A et B*).

Pourtant, aux Etats-Unis, Ali, Chen et Radhakrishnan (2007) montrent que dans les entreprises familiales, le conflit de type I est moins sévère, alors que le conflit de type II est plus sévère que dans les entreprises non familiales. Ainsi, les entreprises familiales soumises au conflit d'agence de type II et ayant donc a priori des coûts d'agence plus élevés, distribuent moins. Ce résultat semblerait confirmer la thèse de La Porta et al. (1997) selon laquelle la protection légale des actionnaires contre le risque d'expropriation des dirigeants est plus élevée aux Etats-Unis qu'en Europe continentale.

Dans le même sens, du Boys (2009) montre que les conflits de type II sont moins surveillés, ou plus difficile à limiter que ceux de type I. Il est probable qu'en cas de conflits de type II et faute de structure de gouvernance assez performante, les actionnaires minoritaires n'arrivent pas à forcer l'actionnaire familial majoritaire à distribuer. Ainsi, la distribution y est plus faible car l'actionnaire familial la minimise pour faciliter l'extraction de bénéfices privés.

Il en résulte que les entreprises familiales qui sont confrontées à un conflit d'agence de type II distribuent moins que celles confrontées à un conflit de type I. Ainsi, dans le cas des entreprises familiales, même si le conflit de type II entraîne plus de coûts d'agence que celui de type I, nos résultats montrent qu'en France, il donne lieu à moins de distribution qu'aux Etats-Unis. Ainsi, lorsque le premier actionnaire a un pouvoir fort et qu'il est peu contrôlé, les distributions ont tendance à diminuer car il est plus dur pour les minoritaires de le contraindre à distribuer. Ces faibles dividendes permettent à l'actionnaire majoritaire d'extraire des bénéfices privés plus facilement, ou de privilégier une répartition différente de la valeur.

L'étude de l'influence du pouvoir du premier actionnaire a permis de conforter ces éléments. Nous montrons que plus l'actionnaire principal a de pouvoir par rapport aux autres acteurs, plus la distribution est faible. Il est en effet plus difficile pour les minoritaires de forcer à une distribution. De plus, la présence d'un second actionnaire non familial a un impact positif sur la distribution dans les entreprises dirigées par une famille majoritaire. Dès qu'ils ont assez de pouvoir, les actionnaires minoritaires poussent à la distribution. L'indépendance du conseil d'administration a aussi un impact positif sur la distribution, car elle permet aux actionnaires minoritaires d'être mieux défendus, et donc de réclamer plus de distribution.

En outre, lorsque les risques d'expropriation par les actionnaires majoritaires sont peu voyants, la distribution reste faible (Faccio et al, 2001) car elle déclenche peu de mécanismes correcteurs. Cela explique notre résultat selon lequel les entreprises où la famille majoritaire dirige (*catégorie A*) distribuent plus que dans celle où la famille majoritaire a nommé un dirigeant extérieur (*catégorie B*). En effet, l'addition d'un actionnaire majoritaire augmente l'intensité du conflit de type II, et le rend plus voyant. La pression des marchés pousse alors la famille majoritaire à distribuer davantage pour rassurer les minoritaires (du Boys, 2009). Le conflit de type II est plus discret lorsque le dirigeant est extérieur à la famille et provoque alors moins de distribution.

Ces éléments permettent de conclure que les entreprises familiales où les conflits sont forts distribuent plus que les autres, mais uniquement s'il existe des mécanismes permettant de contraindre les dirigeants ou les actionnaires majoritaires à la distribution.

3.1.2. L'influence du mode de gouvernance familial sur le mode de distribution : dividende ou rachat

Les résultats apportés par la seconde partie de notre étude permettent de compléter la compréhension des politiques de distribution des entreprises familiales. Le choix de l'instrument de distribution apparaît comme un arbitrage fait par les familles entre le besoin de liquidités et le souci de consolider leur pouvoir.

Ainsi, les familles minoritaires privilégient le rachat d'actions. Si elles n'ont pas besoin de liquidités, la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions auquel elle ne participe pas permet d'augmenter leur participation. Par contre, les familles majoritaires évitent d'utiliser le rachat lorsqu'il existe un second actionnaire important. Le dividende permet d'éviter toute modification dans la répartition du contrôle, tout en leur fournissant des liquidités.

En conclusion de cette seconde partie de notre étude sur les politiques de distribution des entreprises familiales, nous pouvons dire que pour celles-ci, le rachat d'actions est privilégié uniquement s'il permet à une famille minoritaire d'augmenter son contrôle. Sinon, le besoin de liquidité sans perte de contrôle prime et le dividende est alors préféré.

3.2. La relation entre structure de propriété et gouvernance

Pour bien comprendre la relation entre structure de propriété et gouvernance, nous allons d'abord discuter des spécificités de l'actionnariat familial, puis des principales caractéristiques de la gouvernance familiale.

3.2.1. Les spécificités de l'actionnariat familial

Une première caractéristique de cet actionnariat est que l'entreprise constitue généralement un des biens principaux de la famille (Bauer, 1993). Cette concentration de la propriété implique une diversification limitée du risque financier et un coût du capital plus élevé (Demsetz et Lehn, 1985). Cela amène l'actionnariat familial à adopter une gestion moins risquée en matière d'investissement, de financement ou d'innovations. Ainsi, Donckels et Fröhlich (1991) montrent que le comportement stratégique des entreprises familiales est plutôt conservateur. Leur contrôle sur la stratégie peut aussi les empêcher d'adopter de nouveaux principes de management plus productifs (Gulbrandsen, 2005). En matière de financement, on constate généralement une aversion à la dette (Allouche et Amann 1998) et une tendance au réinvestissement des dividendes (Gallo, 1994). Cette stratégie de prudence amène aussi l'actionnaire familial à contrôler plus étroitement les dirigeants.

Une deuxième spécificité est la volonté de transmettre un patrimoine aux générations futures. Dans leur étude historique des dynasties alsaciennes, Hau et Stoskopf (2005) relatent l'existence de dispositifs explicites obligeant les héritiers à poursuivre la limitation des dividendes distribués et le réinvestissement d'une large partie des bénéfices réalisés. « Je me devais de faire grossir ce que j'avais reçu en héritage » (Patrick Ricard, héritier français du groupe aujourd'hui numéro deux mondial des vins et spiritueux). Cette considération de pérennité donne alors un horizon de long terme aux décisions de l'entreprise, horizon qui peut aller jusqu'à dépasser la durée de vie du dirigeant. Les entreprises pérennes préservent, à travers leur métamorphose, une identité forte. Pour Collins et Porras (1996), la seule chose qu'une entreprise ne doit pas modifier avec le temps est son idéologie intrinsèque. Celle-ci se décompose en des « valeurs centrales » et « la raison d'être » de l'entreprise. Cette vision à long terme permet aussi un « enracinement positif » du dirigeant familial (Charlier et Lambert, 2008a), qui peut alors s'affranchir plus facilement de la dictature du court terme. Lors de la transmission d'une entreprise, ce sont aussi ces valeurs, cet *affectio societatis* qui sont transmises d'une génération à une autre (Mignon, 2000).

C'est ce qui représente la troisième spécificité des entreprises familiales, que Habbershon et al (1999) nomment « *familiness* », Amann (2003) « *affectio-familiaris* » ou Allouche et Amann (1998) « confiance ». Cependant, il arrive aussi qu'il y ait mésentente⁴ entre les

⁴. Voir à ce sujet le chapitre 1 « le gouvernement des entreprises familiales » dans l'ouvrage « la gestion des entreprises familiales » de Caby et Hirigoyen.

actionnaires familiaux actifs et les actionnaires familiaux passifs, ce qui peut amener ces derniers à exiger des distributions plus importantes. Cette difficulté peut être diminuée par l'établissement d'une « charte familiale » qui fixe notamment les règles du partage des pouvoirs et des rôles (Gersik et al., 1997). Cette spécificité est encore renforcée lorsque l'entreprise familiale est éponyme, c'est-à-dire qu'elle porte le nom de la famille. En outre, le lien familial continue à jouer pour les membres de la famille qui ne travaille pas dans l'entreprise. Ainsi, Anderson et al. (2005) montrent qu'un quart des réseaux des entreprises familiales reposent sur les parents, dont la plupart travaillent en dehors de l'entreprise familiale.

Enfin, la quatrième spécificité est que les entreprises familiales distribuent généralement moins que les non familiales. Ainsi, Hirigoyen (1984) montre que les entreprises familiales non cotées ne distribuent quasiment pas, et Calvi-Reveyron (2000) montre que si les entreprises familiales cotées distribuent plus que les non cotées, elles distribuent significativement moins que les non familiales.

3.2.2. Les principales caractéristiques de la gouvernance familiale

La gouvernance de l'entreprise familiale est analysée ici en fonction des deux caractéristiques dominantes que sont le contrôle et la direction. Les politiques de distribution résultant des mécanismes de gouvernance, cette communication a pour but d'éclairer l'impact des quatre modes de gouvernance familiales sur les distributions des entreprises familiales. A cet effet, nous proposons une qualification des entreprises familiales en fonction de la combinaison du contrôle et de la direction :

Tableau 6 – Qualification des entreprises selon leur mode de gouvernance

	Dirigeant familial		Dirigeant extérieur	
Contrôle familial majoritaire	A	Gouvernance familiale entrepreneuriale	B	Gouvernance familiale disciplinaire
Contrôle familial minoritaire	C	Gouvernance familiale managériale	D	Gouvernance familiale disciplinaire semi-faible
Pas d'actionnariat familial	E	Gouvernance non familiale		

Nos résultats montrent que la « *gouvernance familiale managériale* » se substitue le mieux à la gouvernance de la distribution, car c'est le mode de gouvernance où les deux composantes du conflit d'agence sont les plus faibles. Ce résultat est d'autant plus intéressant que c'est un mode de gouvernance où le risque d'enracinement « illégitime » du dirigeant familial est réduit (Charlier et Lambert, 2008a), et sous lequel l'entreprise familiale est la plus performante (Charlier et Lambert, 2009).

Une « *gouvernance familiale disciplinaire* » a un effet mixte sur la gouvernance de la distribution. Si l'actionnariat familial majoritaire est en mesure de discipliner le dirigeant extérieur, il y a un risque qu'il ne s'entende avec le dirigeant pour partager des bénéfices privés. C'est ce qui amène les actionnaires minoritaires à utiliser la distribution comme

mécanisme de gouvernance. Dans ce sens, les résultats de nos tests montrent que la présence d'un second actionnaire a un impact positif sur le montant de la distribution, tout comme la présence d'administrateurs indépendants.

La « *gouvernance familiale entrepreneuriale* » est celle qui minimise le plus le conflit d'agence I et qui présente le conflit d'agence II le plus fort. Les résultats de nos tests montrant que la distribution y est plus élevée qu'en présence d'une « *gouvernance familiale disciplinaire* », cela semble montrer que le conflit d'agence de type II a un effet plus fort que celui de type I, entre ces deux modes de gouvernance familiale. Cela peut s'expliquer soit par un contrôle efficace du dirigeant extérieur par l'actionnaire familial majoritaire, soit parce que des tensions existantes entre les actionnaires familiaux actifs et passifs pousseraient ces derniers à agir comme un second actionnaire minoritaire.

La « *gouvernance familiale disciplinaire semi-faible* » est celle où la surveillance est la plus complémentaire avec la gouvernance de la distribution, puisque ce sont les entreprises familiales qui distribuent le plus, tout en distribuant moins que les entreprises non familiales. Ici, la famille minoritaire ne semble pas pouvoir contrôler aussi efficacement le dirigeant extérieur, d'où son recours au mécanisme disciplinaire des dividendes, pour éviter que le dirigeant ne s'approprie des bénéfices privés.

3.3 Ouverture

Cette étude permet de mieux comprendre les politiques de distribution mises en œuvre par les entreprises familiales, à travers la spécificité de leurs conflits d'agence et leur structure de gouvernance. L'étude du choix entre dividende et rachat laisse aussi penser que les politiques de distribution répondent à des problématiques de répartition du contrôle, mais certainement aussi de la valeur. En effet, les politiques de distribution sont le moyen de distribuer aux actionnaires une partie de la valeur créée par l'entreprise.

Les problématiques de répartition de la valeur dans l'entreprise sont étroitement liées aux objectifs de l'entreprise, et dépendent des décisions prises par le gouvernement d'entreprise. Selon les objectifs de la firme, la répartition de la valeur favorisera plutôt les actionnaires, ou plutôt les autres stakeholders. Or, les entreprises familiales favorisent souvent une vision des objectifs de l'entreprise plus large que la simple focalisation sur la valeur actionnariale. Nos résultats confortent cette intuition puisque l'on note que les entreprises familiales distribuent moins à leurs actionnaires que les autres entreprises. Ce supplément d'autofinancement qu'elles dégagent peut alors permettre une autre répartition au sein des stakeholders.

La structure particulière de la gouvernance familiale peut aussi expliquer cette répartition différente. Les modes de gouvernance classiquement conseillés par les codes de bonne gouvernance sont autant d'éléments disciplinaires cherchant à pousser l'entreprise vers la recherche d'une valeur actionnariale. Ainsi, l'indépendance du conseil d'administration est un moyen reconnu de défense des actionnaires. Or, nos résultats montrent que plus le conseil est indépendant, plus la distribution est forte.

Ainsi, il ne faut pas négliger les différents aspects d'une politique de distribution pour en comprendre la complexité. Dans le cadre des entreprises familiales, la distribution informe sur les conflits d'agence, mais aussi très certainement sur les objectifs de l'entreprise.

Conclusion

Les principaux résultats de cette étude montrent que les politiques de distribution semblent bien liées aux conflits d'agence, et revêtent une forme particulière dans le cas des entreprises familiales. Ainsi, les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non-familiales, conformément à l'hypothèse d'un conflit d'agence global moins élevé. De plus, la catégorie « *gouvernance familiale managériale* » qui distribuent le moins est bien celle qui présente les deux types de conflit d'agence les plus faibles. Mais contrairement à notre hypothèse, les entreprises familiales dont le conflit d'agence le plus fort est de type I (*gouvernance familiale disciplinaire semi-faible*) distribuent plus que celles dont le conflit d'agence le plus fort est de type II. Ainsi, les entreprises où la famille minoritaire ne dirige pas sont celles qui distribuent le plus après les entreprises non familiales. Les familles majoritaires sont poussées à la distribution par les actionnaires minoritaires si ces derniers ont assez de pouvoir pour se faire entendre. Ainsi, un conseil d'administration indépendant ou un second actionnaire influent poussent l'entreprise à distribuer davantage afin de diminuer les couts d'agence.

Enfin, notre étude souligne que le dividende est le mode de distribution privilégié des entreprises familiales, certainement parce qu'il permet de fournir les familles en liquidités sans diminuer leur contrôle. Seules les entreprises dirigées par une famille minoritaire vont privilégier le rachat car il peut leur permettre de renforcer leur contrôle.

Bibliographie

- Ali A., Chen T. et Radhakrishnan s., (2007) "Corporate disclosures by family firms", Journal of Accounting and Economics, vol. 44, issue 1-2, p. 238-286.
- Allouche J. et Amann B. (1998), "La confiance, une explication aux performances des entreprises familiales", Économie et Société, série S.G., n° 8/9, p.129-154.
- Allen F. et Michaely R., (2003) "Payout Policy", dans G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz, Handbook of the Economics of Finance.
- Anderson R. et Reeb D., (2003) "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", Journal of Finance, 3, 1301-1328.
- Anderson R. et Dodd S. (2005), "The Role of Family Members In Entrepreneurial Networks: Beyond the Boundaries of the Family Firm", Family Business Review 13, n° 2, p.135-154.
- Bauer M. (1993), Les patrons de PME entre le pouvoir, l'entreprise et la famille, Paris, Interéditions.
- Berle A. et Means G. (1932), The Modern Corporation and Private Property, Macmillan
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. et Michaely R., (2005) "Payout Policy in the 21st Century", Journal of Financial Economics, 77 (3), 483-527.
- Burkart M., Panuzzi F. et Schleifer A. (2003), "Family Firms", Journal of Finance, 5, 2167-2201.
- Caby J. et Hirigoyen G. (2002), La gestion des entreprises familiales, Economica.

- Calvi-Reveyron M. (2000), "Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionnariat ? ", *Finance Contrôle et Stratégie*, 3 (1), 81-116.
- Charlier P. et Lambert G., (2008a) "Modes de gouvernance et performance des entreprises familiales européennes", *Le Journal des Entreprises Familiales*, 1, 69-97.
- Charlier P. et Lambert G., (2008b) " Participation familiale et performance des PME familiales européennes ", *Congrès du Réseau des IAE*.
- Charlier P. et Lambert G., (2009) "Analyse multivariable de la performance des PME familiales : une lecture par la théorie positive de l'agence", *Management international*, 13 (2), 67-79.
- Collins J. et Porras J. (1994), "Built to Last : Successful Habits of Visionary Companies", Century Lt. (version française : Bâties pour durer : les entreprises visionnaires ont-elles un secret ?, First Management.
- Correia Da Silva L., Goergen M. et Renneboog L., (2004) "Dividend Policy and Corporate Governance", Oxford University Press.
- Dempsey S. et Laber G. (1992), "Effects of Agency and Transactions Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transactions Cost Hypothesis", *Journal of Financial Research*, 50, 317-321.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Donckels R. et Fröhlich E. (1991), "Are family business really different ? European experiences from STRATOS", *Family Business Review* 4 (2), 149-160.
- Du Boys C. (2008), "Politiques de Distribution des Entreprises Françaises : Critères de Choix entre Dividende et Rachat d'Actions", *Congrès des IAE, Lille, Septembre*
- Du Boys C. (2009), "Is Payout Policy Part of the Corporate Governance System? The Case of France", *European Journal of International Management*, Février.
- Easterbrook F.H., (1984) "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74 (4), 650-659.
- Faccio M., Lang L. et Young L., (2001) "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, 91 (1).
- Farinha J. (2003), "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (9/10), 1173-1209.
- Frankfurter G. et Wood B., (2003) "Dividend Policy : Theory and Practice", Academic Press, an imprint of Elsevier Science.
- Gallo M. (1994), "Global perspectives on family businesses", Chicago, Loyola University, Family Business Center.
- Gersick K., Davis J., Hampton M. et Lansberg I. (1997), *Generation to generation, life cycles of the family business*, Boston, Harvard Business School Press.
- Gilson R. et Gordon J. (2003) "Controlling Controlling Shareholders", Working Paper N° 228, Stanford Law School.
- Ginglinger E. et Hamon J. (2008), "Share repurchase regulations : do firms play by the rules?" *International Review of Law and Economics*, in Press.
- Ginglinger E. et L'Her J.F., (2001) "Le Point Sur Les Rachats D'actions.", *Banque et Marchés*, 50, 45-51.
- Guay W. et Harford J., (2000) "The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases Versus Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, 385-415.
- Gugler K., (2003) "Corporate Governance, Dividend Pay out Policy, and the Interrelation between Dividends, and Capital Investment", *Journal of Banking and Finance*, 27 (7), 1297- 1321.
- Gugler K. et Yurtoglu B., (2003) "Corporate Governance and Dividend Pay out Policy in Germany", *European Economic Review*, 47 (4), 731-758.
- Gulbrandsen T. (2005), "Flexibility in Norwegian Family-Owned Enterprises", *Family Business Review*, n° 1, p.57-76.

- Hirigoyen G. (1984), "Contribution à la connaissance des comportements financiers des moyennes entreprises industrielles et familiales", Thèse, Université de Bordeaux I.
- Hirigoyen G., (2006) "Entreprises patrimoniales : nouvelle stratégie après la réforme de l'ISF", ASMEP 22 mars 2006 et les Echos 23 mars 2006.
- Hu A. et Kumar P., (2004) "Managerial Entrenchment and Payout Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (4), 759-790.
- Jagannathan M., Stephens C.P. et Weisbach M.S., (2000) "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Share Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Jensen M., (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen M. et Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., (2000) "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55 (1), February, 1-33.
- Lee B. and Suh J. (2008) "Determinants of Share Repurchases: International Evidence" Working Paper.
- Lintner J., (1956) "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, 46 (2), May, 97-113.
- Lloyd W.P., Jahera J.S. et Page D.E., (1985) "Agency Costs and Dividend Payout Ratio", *Quarterly Journal of Business and Economics*, 19-29.
- Maury B. et Pajuste A., (2002) "Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland", *The Finish Journal of Business Economics*, 51 (1).
- Mignon S. (2000), "La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire ? ", *Finance Contrôle Stratégie* 3, n° 1, 169 – 196.
- Moh'd M.A., Perry L.G. et Rimbey J.N., (1995) "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy", *The Financial Review*, 30 (2), 367-385.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), "Management Ownership and Market Valuation" *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Neubauer F. et Lank A., (1998) "The Family Business. Its Governance for Sustainability", *McMillan Business*, London.
- Paquerot M. (1997), "Stratégies d'Enracinement des Dirigeants, Performance de la Firme et Structures de Contrôle", in *Le Gouvernement des Entreprises*, Ed Economica, 5-138.
- Pichard-Stamford J.P. (2002), "L'enracinement des dirigeants familiaux", in *La gestion des entreprises familiales*, Paris, Economica.
- Poincelot D. et Schatt A. (1999), "Le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées en bourse : bilan d'une pratique nouvelle en France ", *La revue du Financier*.
- Rozeff M., (1982) "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-258.
- Sharma P. (2004), "An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Direction for the Future", *Family Business Review*, 17 (1).
- Shleifer A. et Vishny R.W., (1986) "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- Shleifer A. et Vishny R.W., (1997) "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Schulze W., Lubatkin M., Dino R. et Buchholtz A. (2001), "Agency relationships in family firms; theory and evidence", *Organization Science*, 12; 99-116.
- Villalonga B. et Amit R. (2006), "How do Family Ownership, Control and Management affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics*, 80 (2), 385-417.